

太平鸟(603877.SH)

报告日期: 2021年10月19日

三季度业绩如期承压, 股权激励彰显长期信心

——太平鸟点评报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mail@stocke.com.cn

报告导读

21Q3 受外部影响有所下滑, 期待 Q4 冷冬+新代言人助推业绩重回增长。

投资要点

□ 受疫情及天气影响, 公司 21Q3 增速有所下滑

太平鸟发布三季报, 21Q3 公司收入 23.8 亿(同增 4.7%), 归母净利润 1.4 亿(同降 25%), 扣非归母利润 1.2 亿(同降 25%)。

从收入看, 直营和线上承压, 加盟渠道扩张带动收入增长。由于三季度各地疫情的出现以及整个三季度明显较热的天气, 公司收入增速相较此前五个季度出现放缓。分渠道来看, 线上(+6.5%)和线下(4.2%)渠道增速平均, 线下渠道中, 直营门店由于更多集中于高线城市受到疫情影响更大, 收入同比下降 7%; 加盟渠道则一方面由于更多地处三四线城市, 同时在更快的门店扩张下(门店同增 19%)保持了 16% 的收入增速。

Q3 一次性费用较多, 导致利润率有所下滑: 21Q3 归母净利率下滑 3.26pct 至 5.96%, 主要由于在三季度公司有较多一次性费用, 例如已筹备但因疫情未举办的 25 周年大秀、水灾疫情捐赠、明星代言的前期拍片投入等等费用, 以及新开店带来的投入, 导致公司 Q3 利润同比下滑 25%。

□ 明星代言+冷冬催化, 看好公司 Q4 业绩出现反弹

展望 Q4, 太平鸟在最近一周连续官宣了全球代言人王一博和男装代言人白敬亭, 加上前期的欧阳娜娜、刘雯、虞书欣以及奥运冠军杨倩, 太平鸟的代言人团队已经组合完成。另一方面, 在今年冬季天气提前降温的背景下, 作为羽绒服销售占比较高的品牌(预计占冬季 40%), 我们认为在出色的产品开发和营销能力带动下, 借助新的明星代言和天气帮助, 公司有望在 Q4 展现业绩弹性。

□ 股权激励锁定高管, 彰显公司长期信心

公司同时推出限制性股权激励计划, 拟对公司董事、高管及核心人员总计 50 人进行授予限制性股票总计 552.6 万股, 授予价格 12.66 元/股, 行权条件为 21~23 年度每年度的收入或利润增速相较于上年同比增长不低于 15%。

此次公司的激励对象包括了集团总裁、副总经理、财务总监、各事业部门负责人、电商负责人等等核心高管, 与核心管理团队进行了充分的绑定。同时未来每年不低于 15% 的业绩增长, 在充分保障高管利益的同时也体现出了公司对未来增长的充分信心。

□ 盈利预测及估值

我们认为 Q3 的业绩放缓受到外部影响更大, 长期看我们认为公司目前持续上行的品牌力以及数据化改革始终会是业绩的最大推动, 短期来说新代言人以及天气催化也会为 Q4 业绩增加推力。目前我们维持公司 21~23 年净利润 10.6/13.2/16.0 亿的盈利预测, 同增 49%/24%/21%, 对应估值 17.6/14.2/11.7X。我们认为, 公司目前估值已具备性价比, 长期坚定看好, 维持买入评级!

风险提示: 疫情反复导致终端消费不及预期; 数据化改革进程低于预期

评级

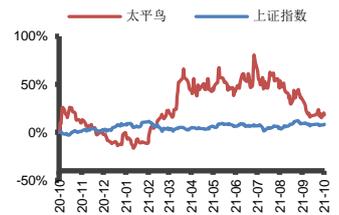
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 39.20

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 4Q/2020 | 0.84 |
| 1Q/2021 | 0.43 |
| 2Q/2021 | 0.44 |
| 3Q/2021 | 0.30 |



公司简介

太平鸟是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰公司。公司实施梯度品牌发展战略, 各品牌针对差异化的细分市场, 在目标消费群、品牌定位及产品设计等方面相互补充, 满足日益细分的消费群体的多元需求。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

财务摘要

| (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 9,387 | 11,764 | 14,158 | 16,669 |
| (+/-) | 18.4% | 25.3% | 20.3% | 17.7% |
| 净利润 | 713 | 1,064 | 1,321 | 1,599 |
| (+/-) | 29.2% | 49.2% | 24.2% | 21.1% |
| 每股收益(元) | 1.48 | 2.20 | 2.73 | 3.30 |
| P/E | 26.2 | 17.6 | 14.2 | 11.7 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 6,308 | 7,156 | 8,218 | 9,781 | 营业收入 | 9387 | 11764 | 14158 | 16669 |
| 现金 | 665 | 977 | 1,202 | 1,503 | 营业成本 | 4459 | 5526 | 6647 | 7863 |
| 交易性金融资产 | 1,294 | 1,423 | 1,565 | 1,722 | 营业税金及附加 | 61 | 76 | 92 | 108 |
| 应收账款 | 778 | 1,032 | 1,146 | 1,418 | 销售费用 | 3273 | 4000 | 4757 | 5501 |
| 其他应收及预付账款 | 151 | 188 | 232 | 271 | 管理费用 | 575 | 706 | 835 | 967 |
| 存货 | 272 | 419 | 412 | 571 | 研发费用 | 109 | 129 | 156 | 183 |
| 其他 | 2,257 | 2,767 | 3,275 | 3,873 | 财务费用 | 19 | 21 | 18 | 16 |
| 非流动资产 | 892 | 350 | 385 | 423 | 资产减值损失 | 118 | 155 | 185 | 221 |
| 金额资产类 | 2,234 | 2,337 | 2,341 | 2,423 | 公允价值变动损益 | 6 | 2 | 0 | 0 |
| 权益法核算的投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 33 | 30 | 30 | 30 |
| 固定资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他经营收益 | 133 | 120 | 120 | 120 |
| 无形资产 | 1,387 | 1,271 | 1,188 | 1,105 | 营业利润 | 926 | 1429 | 1773 | 2144 |
| 有使用权资产 | 180 | 164 | 147 | 130 | 营业外收支 | (19) | (18) | (19) | (18) |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 802 | 1411 | 1755 | 2126 |
| 资产总计 | 666 | 902 | 1,006 | 1,187 | 所得税 | 200 | 353 | 439 | 531 |
| 流动负债 | 8,541 | 9,493 | 10,559 | 12,203 | 净利润 | 707 | 1059 | 1316 | 1594 |
| 短期借款 | 4,546 | 4,912 | 5,455 | 6,464 | 少数股东损益 | (6) | (5) | (5) | (5) |
| 应付款项 | 493 | 493 | 493 | 493 | 归属母公司净利润 | 713 | 1064 | 1321 | 1599 |
| 租赁-流动负债 | 2,021 | 2,115 | 2,940 | 3,110 | EBITDA | 1172 | 1532 | 1918 | 2339 |
| 其他 | 0 | 588 | 120 | 714 | EPS (最新摊薄) | 1.48 | 2.20 | 2.73 | 3.30 |
| 非流动负债 | 2,032 | 1,717 | 1,903 | 2,147 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 95 | 97 | 96 | 98 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 租赁-非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 95 | 97 | 96 | 98 | 营业收入 | 18.41% | 25.32% | 20.35% | 17.74% |
| 负债合计 | 4,641 | 5,009 | 5,551 | 6,561 | 营业利润 | 30.23% | 54.43% | 24.07% | 20.92% |
| 少数股东权益 | (9) | (14) | (19) | (24) | 归属母公司净利润 | 29.24% | 49.20% | 24.22% | 21.07% |
| 归属母公司股东权 | 3,897 | 4,484 | 5,007 | 5,642 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 8,541 | 9,493 | 10,559 | 12,203 | 毛利率 | 52.49% | 53.02% | 53.05% | 52.83% |
| | | | | | 净利率 | 7.59% | 9.04% | 9.33% | 9.60% |
| | | | | | ROE | 19.22% | 25.37% | 27.84% | 30.04% |
| | | | | | ROIC | 18.46% | 23.09% | 26.16% | 28.59% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 54.34% | 52.77% | 52.58% | 53.76% |
| | | | | | 净负债比率 | 118.99% | 111.71% | 110.86% | 116.29% |
| | | | | | 流动比率 | 1.39 | 1.46 | 1.51 | 1.51 |
| | | | | | 速动比率 | 0.83 | 0.81 | 0.83 | 0.83 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.21 | 1.30 | 1.41 | 1.46 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 13.36 | 13.00 | 13.00 | 13.00 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 2.04 | 2.25 | 2.25 | 2.25 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.48 | 2.20 | 2.73 | 3.30 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.40 | 1.58 | 2.83 | 3.58 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.09 | 9.29 | 10.35 | 11.64 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 26.23 | 17.58 | 14.15 | 11.69 |
| | | | | | P/B | 4.80 | 4.17 | 3.73 | 3.31 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.37 | 12.53 | 10.00 | 8.21 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>